

個人の資産形成手段として進化を続ける証券投資

— 米国証券営業における受託者責任の事例から —

The Evolution of Personal Investment Advice for Wealth Creation:

The Case of U. S. Brokers as Fiduciaries

沼田 優子

NUMATA, Yuko

I. はじめに

日本では、証券投資はごく限られた資産家が投機的利益を求めて行うもので、一般個人にとってはなじみの薄いものと考えられてきた。実際、個人金融資産に占める株式、債券、投資信託等の有価証券比率は2011年12%であり、預貯金が56%を占める⁽¹⁾。

家計の金融行動に関する調査を見ても金融資産平均値1,150万円の6割弱を預貯金が占め⁽²⁾、この金融資産の保有目的は「病気や不時の災害への備え」、「老後の生活資金」で7割前後となっている⁽³⁾。つまり、現在の将来の生活に対する不安から、我が国の家計は金融資産の蓄積に励んでいるのである。実際、老後の生活について「心配である」と答えた家計は8割を超え、その理由は「年金や保険が十分ではないから」、「十分な金融資産がないから」が7割を占める⁽⁴⁾。超高齢化社会を目前にし、2012年には年金消失問題も発覚したことから、こうした傾向はますます高まると考えられる。

そこで我が国は年金や保険を補完する自助努力型の資産形成手段として、証券投資を促進させようとしている⁽⁵⁾。言うまでもなく年金や保険はその原資の大半を証券市場で運用しており、その補完手段としては投資リスクも負うが預貯金以上の果実が期待できる証券の長期分散投資が相応しいと考えられるからである。また我が国の持続的な経済発展のためにも、こうした個人金融資産は証券投資を通じて成長型資金に転換していく必要があるとされる⁽⁶⁾。

(1) 日本銀行 (2011)。

(2) 金融広報中央委員会 (2011), 3 ページ。

(3) 同上, 7 ページ。

(4) 同上, 14 ページ。

(5) 国家戦略室 (2012), 40 ページ。

(6) 同上。

ところが個人投資家の意識調査をみても、老後に向けた資産形成が証券投資と密接に結びついている訳ではない。有価証券の保有目的は「配当金、分配金、利子を得るため」が54%、「長期資産運用のため」が44%となっており、「老後の生活資金のため」は36%に留まる⁽⁷⁾。

我が国同様、高齢化から年金等の社会保障負担の拡大に直面する米国に目を向けると、これらを補完する資産形成手段として証券投資を明確に位置づけ、政策面での後押しも行っている。また金融機関にも、資産家のみならず老後の生活を心配するごく普通の一般個人を投資家として取り込もうとする創意工夫が見られる。これらが相まって米国では個人金融資産に占める預金の割合15%に対し、株式、債券、投資信託を合わせた有価証券の比率が38%となった(図1)⁽⁸⁾。また有価証券の中でも投資への導入的商品とされる投資信託を保有する家計は、全家計の44%に達している⁽⁹⁾。そして彼らの投資信託の保有目的は実に94%が老後に向けた資産形成なのである⁽¹⁰⁾。

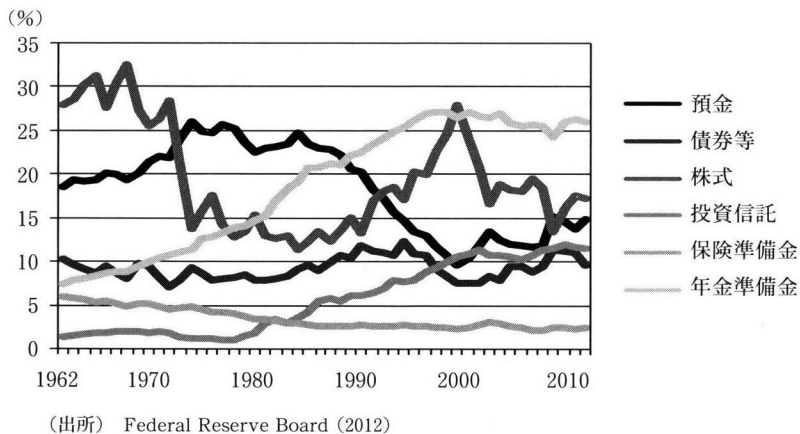


図1 米国の個人金融資産

同じく高齢化という課題を抱えながらこのような違いはどこから生じるのかという問題意識のもと、本稿では米国において個人向けの証券営業手法が多様化するプロセスに注目する。中でも米国の一般個人を「貯蓄から投資へ」と促す上で、適切なアドバイスが果たしてきた役割は大きいと考えるからである。とりわけ本稿は投資アドバイスと受託者責任(fiduciary duty)の議論が投資アドバイスに与えた影響を取り上げて検証する。

米国でも従来は我が国同様、説明義務や不正防止に主眼が置かれたアドバイスの議論が行われていた。しかしその後投資家保護の観点からアドバイスの提供者が負うべきとされる受託者責任の議論をきっかけに、アドバイスのあり方に関する調査研究が進んだ。

(7) 日本証券業協会(2011), 25ページ。

(8) Federal Reserve Board (2012)。

(9) Investment Company Institute (2012), 86ページ。

(10) 同上, 87ページ。

そして無形のサービスであるが故に提供者の性格や経験に依存する部分が大きいと考えられてきたアドバイスの内容や質を問うようになったのである。この間の米国証券市場の発展を参考にすれば、このことは投資家の裾野拡大の一助になったと考えられる。

II. 先行研究

投資アドバイスに関わる受託者責任の議論は、1999年に米国の大手証券会社メリル・リンチが導入した残高手数料型の証券口座に端を発する⁽¹¹⁾。同口座と投資顧問型口座に共通点が多かったことから投資顧問法上の受託者責任を証券業者にも課すべきかという議論を巡り、証券取引所委員会（SEC）の規則を司法判断で無効とするといった実務家も交えた駆け引きが行われた。

この10年越しの議論は2010年金融制度改革法（ドッド・フランク法）に引き継がれ⁽¹²⁾、その前後から受託者責任のあり方について多くの学術論文も発表されるようになった。

当初の受託者責任の議論の焦点はFein（2009）、Allen（2010）、Hazen（2010, 2011）、Frankel（2010）が論じたように主に投資顧問法上の受託者責任が証券業者にも適用されるべきかであった。しかし金融制度改革法成立の前後からは受託者責任規制を証券業者にも課す方向で議論が進み、Laby（2010）、Isakoff（2012）、Di Lorenzo（2012）、Black（2011）のように「どのような」受託者責任とすべきかへと論点は移っていった。

さらに受託者責任の議論は、法的位置づけを超えた広がりも見せている。Prentice（2011）は現行案の是非を行動心理学の観点から検証し、Cumplings & Finke（2010）、Finke & Langdon（2012）は受託者責任規制の経済的効果を検証した。

なお、我が国の金融業における受託者責任の考え方を整理したものとしては神田（2001）がある。また米国の受託者責任問題を取り上げ、我が国への示唆を示しているものとしては、青木（2006a, 2006b, 2006c, 2007）、松岡（2006）、坂下（2010a, 2010b, 2011a, 2011b, 2011c）等がある。

もっともこうした受託者責任に対する考え方の変化が実務や顧客の商品選考等、証券市場に与えた影響は未知数の部分も多い。ただし米国ではコンサルティング会社が証券営業に関する詳細なデータを有するほか、証券営業担当者向けの専門誌も複数存在する。そこで本稿はこうした実務家向けの資料にも当たりながら、金融制度改革法以降の証券営業の展開プロセスを中心に考察していきたい。

(11) 沼田（2006）、37ページ。

(12) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（2010）。

Ⅲ. 米国における証券業界の諸特性 — 日本との対比を中心に —

伝統的に米国個人が有価証券を売買する際には我が国同様、証券会社の営業担当者と面談をし、当該担当者のアドバイスを聞きながら売買する銘柄を決めて発注してきた。証券会社はこの顧客からの売買注文を証券取引所に回送し、これを成立させる。その対価は注文ごとに取引高の一定料率を徴収する売買委託手数料であった。売買対象は主に株式ないしは債券で、顧客はこうした投機的投資を行う余裕のある資産家が中心であった。また彼らが求めるのは「最も儲かる可能性の高い銘柄」の情報で、それ自体は顧客属性に応じて大きく変わるものではない。よって投資アドバイスは説明義務を果たし、顧客の特性に適した商品を推奨していれば均質的でも問題なく、違いがあるとすればアドバイス提供者の経験や性格に依存する部分が大きいとされてきた。

しかし以下のような変化を経て米国では証券投資が一般個人向けの老後の資産形成手段として位置づけられていった。受託者責任が問われるようになったのもその過程で証券営業のあり方が変わったからである。

1. 個人の金融資産選好の変化

第一の変化は個人の金融資産選好に見られた。米国の一般個人も我が国同様、もともとは預金の選好度が高く、1977年には26%と金融資産に占める比率は最大であった（前掲図1）⁽¹³⁾。しかしその後この比率は2000年の10%まで下がり、金融危機を経て安全志向が高まった2011年現在も15%程度で推移している⁽¹⁴⁾。この間、逆に拡大したのが年金準備金、株式、投資信託で、2011年はそれぞれ26%、17%、11%となった⁽¹⁵⁾。これらはいずれも証券投資手段とみなされており、「貯蓄から投資へ」の移行が進んだ証左と言えよう。

2. 株式の購入経路の変化

第二の変化は株式の購入経路であった。年金準備金、保険、投資信託等はいずれも個人の小口資金を一まとめにし、専門家が運用を行うことで利益の最大化を目指す仕組みである。そこでこれらの中の株式運用部分を個人金融資産の株式（17%）に計上し直すと、その比率は36%に跳ね上がる⁽¹⁶⁾。

この直接・間接に投資されている株式の投資経路を見ると、1960年代は株式の直接投資が9割以上であったが、2011年には半分以下、逆に年金・保険経由は37%、投資信託経由は14%と

(13) 前掲 Federal Reserve Board (2012).

(14) 同上。

(15) 同上。

(16) 同上。

なった(図2)⁽¹⁷⁾。しかも現在、米国企業年金の6割を占める確定拠出型年金は、資産の約半分が投資信託で運用されている(図3)⁽¹⁸⁾。

この確定拠出型年金は就職時に会社から加入を促されるため証券投資の入り口となることが多いが、投資対象や投資金額、投資期間等を自ら定めなければならない。そこで個別銘柄の選択を運用のプロに委ねる投資信託が選好される。つまり証券投資は老後に備えて政策的に用意された確定拠出型年金という仕組みと、投資信託という合同運用型のパッケージ商品を介して普及してきたと言える。

またパッケージ型商品の浸透は投資信託を足がかりにさらに広まっていき、現在は投資顧問型サービスであるSMA(separately managed account)が存在感を高めている⁽¹⁹⁾。

投資信託は最も儲かりそうな銘柄に一点集中投資をするのではなく、性格の異なる複数の資産

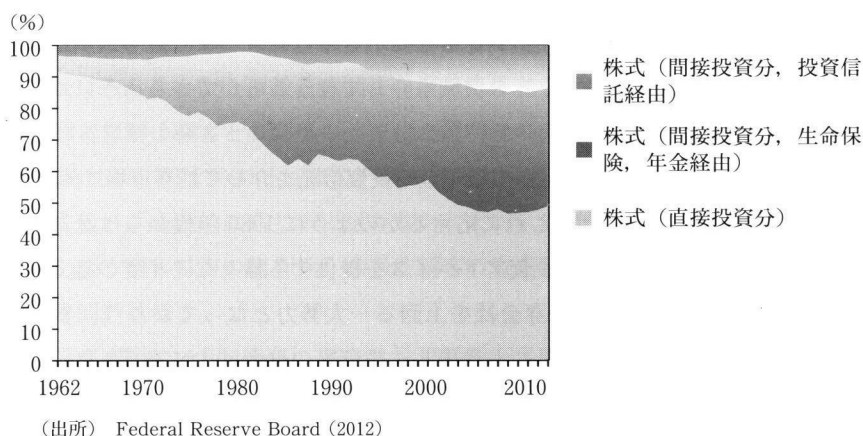


図2 米国個人の株式保有形態内訳

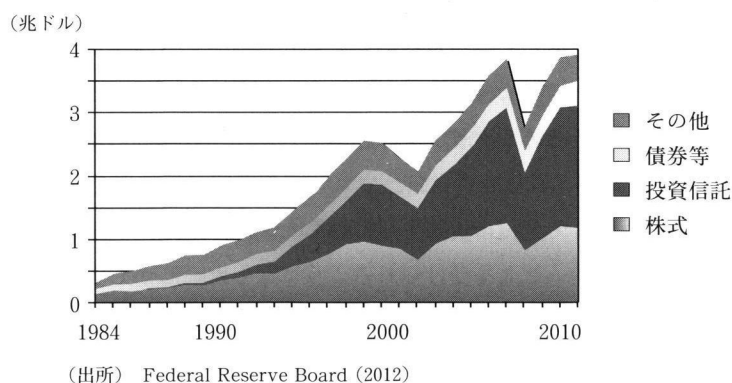


図3 確定拠出型年金の資産構成

(17) 同上。

(18) 同上。

(19) 野村資本市場研究所(2008), 88ページ。

や銘柄に分散投資を行うことにより、より長期に安定した収益を上げようとするポートフォリオ運用の考え方を知らしめた。これに投資一任機能を加え、アドバイスの提供者に銘柄の選択や売買も含めた大きな裁量を与えるのがSMAである。つまりアドバイスの提供者はSMAでは従来型の証券取引のように顧客の事前承認を得てから取引を行う必要がない。これは年金運用におけるプロの運用手法を個人向けに汎用化したサービスと捉えることもできる。

3. アドバイスの多様化

第三の変化はアドバイスの多様化であった。

もともと株式の売買委託手数料率は固定制だったが1975年にこれが自由化されると、アドバイスを提供せずに注文執行のみを格安な手数料で請け負うディスカウント・ブローカーが登場した。これらの証券会社は店舗を置かずに主にコールセンターで注文を受けたが、1990年代半ばにはインターネット取引も手がけ、手数料をさらに引き下げた。つまり証券取引はアドバイスを提供する営業担当者の他、電話やPC等の機械を介して行うことができるようになっており、我が国もこうした動きに追随した。

しかし米国では投資の初心者が増え確定拠出型年金や投資信託を介して証券市場に流入し続ける中、アドバイス需要はむしろ高まった。これに応えるかのように1980年代からは証券会社の正社員とはならず、個人営業に近い形態で投資アドバイスを提供する様々なタイプの独立系の営業担当者が拡大した。彼らは現在、大手証券会社を上回る一大勢力となっており⁽²⁰⁾、費用構造が柔軟なこともあって大手が出店しない郊外にも進出し、投資家の裾野拡大に寄与した。

顧客が求める投資アドバイスの中身にも変化が見られるようになった。顧客は「儲かりそうな銘柄」だけを一様に追うことはやめ、金融においても一般的な消費財同様、自らのデモグラフィック特性やライフスタイルを勘案しながら商品とその購入経路を選択するようになった。また老後に備えた資産である以上、市況に関わらず運用を続けなければならない。従って定期的に市況と資産内容をつき合わせ、必要に応じて中身を微調整するリバランス（資産再配分）取引を繰り返すことが理想とされた。つまり、顧客は投資アドバイスの提供者と定期的に面談を行い、現状と目標の確認、目標に到達するためのリバランスの相談を行いながらより密接に関わるようになったのである。

このように政策的支援もあって老後の資産形成に適した商品、販路、アドバイスが揃い、米国の個人は身の丈にあった証券サービスを受けられるようになった。しかし多様化したアドバイス提供者の法的位置づけは例えば同じブランドで営業をしても証券営業担当者、投資顧問業者、両者の兼業業者と様々であった。投資家保護の観点からみた彼らの責任範囲が異なるのにも関わらず、顧客からは見分けが付き難いことが問題視されていったことも受託者責任問題の背景の一つであった。

(20) 同上、122ページ。

IV. 米国証券営業における受託者責任の変遷

1. 米国の証券取引所法と投資顧問法

米国では1929年の株価暴落と大恐慌を受けて1933年証券法と1934年証券取引所法が制定され、SECが証券業者の自主規制機関（現金融取引業規制機構、FINRA）に一定の規制執行権限を与える枠組みが出来上がった。一方、個人等に投資アドバイスを提供する投資顧問業者に対しては1940年投資顧問法が定められ、SECに登録することが義務づけられた。

当時の証券業者と投資顧問業者は業務内容においても大きな隔たりがあった。前者は顧客から注文を受けて取引高に連動する手数料を受け取り、アドバイスを注文を引き出すための無料サービスとみなしたのに対し、後者は投資アドバイスを提供して顧客の預かり資産残高に連動する手数料等を受け取っていたからである。従って証券業者の投資アドバイスは本来の業務に付随し、特別な報酬を受け取らない限りは投資顧問法の適用除外とした。

その後証券業者規制は顧客との関係の公正化と透明性の向上を目指し、販売・勧誘行為は「適合性原則（現FINRA規則2090と2111）」が中核となった⁽²¹⁾。ここでは(1)そもそも当該有価証券が推奨に値すると「合理的に信じるに足りるか」という適合性、(2)当該有価証券が当該顧客に適しているかという顧客特有の適合性、(3)当該顧客の取引頻度が過度ではないかという定量的な適合性の3つが問われる⁽²²⁾。

その一方で投資顧問法の206条(1)、(2)では投資顧問業者の受託者責任が求められ、その中核は忠実義務と注意義務であるとされた⁽²³⁾。忠実義務とは顧客の利益を自己の利益よりも優先する義務で、両者の間に利益相反が生じる場合はこれを排除するかその旨の情報開示を行わなければならない。また注意義務は相当の注意を払った行動を行う義務とされ、投資顧問業者の場合は例えば不完全、不正確な情報に基づいたアドバイスを行わないように合理的な情報精査を行うこと等が求められる⁽²⁴⁾。

この受託者責任は「顧客利益の最大化」を求めることから顧客への「適性」を考慮すれば良いとする証券業者の適合性原則と比べ、より高次元の概念であるとされた⁽²⁵⁾。実際、投資顧問法では利益相反の懸念を事前に排除するために自己勘定取引を基本的に禁止している。自己勘定取引とは他人の資本を使った委託売買とは異なり、顧客の相方となる等自己の資本を使って取引を行うことを指す。

また適合性原則は基本的に有価証券の売買に付随するアドバイスに適用され、取引とともにそ

(21) Financial Industry Regulatory Authority (2011b), 2 ページ。

(22) 同上。

(23) Securities Exchange Commission (2011b), 22 ページ。

(24) 同上。

(25) 沼田 (2010), 9 ページ。

の義務も終了すると考えられていた。しかし投資顧問法ではアドバイスそのものが規制対象となることから有価証券の取引と直接結びつかないアドバイス、取引と取引の間の「売買すべきでない」といったアドバイスも対象となる。つまり投資顧問法の方がアドバイスを包括的、連続的に捉えていたと言えよう⁽²⁶⁾。

2. 残高手数料型証券口座の法的位置づけ

アドバイスを提供せずに割安な手数料で注文を執行するディスカウント・ブローカーの登場とともに、対面販売を行う証券営業担当者は投資アドバイスの付加価値が手数料の差となることを前面に出す必要が生じた。加えて99年に導入された残高手数料型の証券口座は対面とオンライン上で取引ができ、対価は取引回数に関わらず預かり資産の一定料率とされた⁽²⁷⁾。つまりアドバイスも提供する上、手数料の徴収方法が投資顧問型サービスと同様であったため、投資顧問法に抵触する可能性がでてきたのである。

この口座はSECが同年に発表した規則案202(a)(11)-1により投資顧問法の適用除外とされ、ヒット商品となった⁽²⁸⁾。ところが2004年にファイナンシャル・プランニング協会が、規則の採択も行わずに既成事実化させたことで公平な競争が損なわれたとしてSECを提訴した。ファイナンシャル・プランナーの多くは個人営業に近い形で証券投資に関わるアドバイスを提供し、投資顧問登録を義務づけられていたからである。

SECは2005年、前規則案を踏襲した規則を改めて採択し、残高手数料型の証券口座を投資顧問法の適用除外とした。そこでファイナンシャル・プランニング協会がSECを再度提訴した結果、同規則は2007年に無効とされた⁽²⁹⁾。この判決により、残高手数料型の証券口座は基本的に投資顧問口座の一つと位置づけられ、これを提供する業者は投資顧問業者として受託者責任を負わなければならなくなった。ただし、大手金融機関の多くはこれを同じく残高手数料制の投資一任口座であるSMAには統合せず、新サービスとして投資助言口座に切り替えた。すなわち同口座では高次元の受託者責任を遵守するアドバイスが求められるが、顧客の同意なしには取引できないような仕組みとしたのである。

表1 投資用口座の法的位置づけの整理

	運用の裁量なし	運用の裁量あり
残 高 手 数 料 型	残高手数料型の証券口座（投資顧問法の適用除外）→残高手数料型の投資助言口座（同適用）	残高手数料型の投資一任口座（SMA等）、投資顧問法適用
売買委託手数料型	一般的な証券口座、投資顧問法の適用除外	売買委託手数料型の投資一任口座、投資顧問法適用

(26) 同上。

(27) 沼田（2006），37ページ。

(28) 同上。

(29) 沼田（2010），5ページ。

表2 証券業者による受託者責任問題の変遷

1933	証券法制定
1934	証券取引所法制定
1940	投資顧問法制定
1999	メリル・リンチが対面及びオンライン上で取引できる残高手数料型の証券口座を開発
	SEC, 残高手数料型の証券口座を投資顧問法の適用除外とする規則案 202(a)(11)-1 を発表
2004	ファイナンシャル・プランニング協会, 同規則が採択の手続きを経ないにも関わらず, 同口座が既成事実化した事態を問題視し SEC を提訴
2005	SEC, 99 年規則案を踏襲した最終規則を採択。証券業者の投資アドバイスのあり方も整理した
2007	ワシントン D. C. 控訴裁判所, SEC 規則を無効とする。これにより同口座は実質的に投資顧問法の適用となる
2008	ブッシュ政権, 規制構造改革案（ブループリント）発表。証券業者及び投資顧問業者規制を調和させるための法改正が必要と提言
	リーマンショックから金融危機へ
2010	金融制度改革法（ドッド・フランク法）制定, SEC に現行法制の効用の調査を要請
2011	SEC, 金融制度改革法で定められた調査報告書を発表

3. 金融制度改革と受託者責任

2008 年はブッシュ政権が規制構造改革案を発表し、証券業者及び投資顧問業者規制を調和させる法改正の必要性を提言した⁽³⁰⁾。つまり議論は「どのような口座が投資顧問法の対象となるのか」から「どのような受託者責任を課すか」へと移行したのである。

同年の金融危機を受けて 2010 年に成立した金融制度改革法は 913 条でアドバイスにかかる現行法制の効用とずれや欠点、重複についての調査を、914 条で投資顧問業者の検査体制の調査を SEC に要請した⁽³¹⁾。914 条は従来から投資顧問業者の検査体制の脆弱さが指摘されてきた中、証券業者の受託者責任の検査負担が上乗せされた場合の実効性を見極めるためである。これを受けて SEC は 2011 年 1 月に 2 つの報告書を提出した。

証券・投資顧問業者規制に関する報告書は、両者が現行の投資顧問法並みの統一受託者責任を負うべきであると提言した⁽³²⁾。ただし現行の投資顧問法を証券業者にも適用することは適切ではないとした。

また統一受託者責任の策定に向けてはこれまでの議論の中心となっていた行為規制、忠実義務、注意義務に加えて自己勘定取引や「個人向けの」投資アドバイスの定義、投資教育についての指針も策定すべきである、両規制の調和を目指す上では受託者責任問題に留まらず、広告とコミュ

(30) 同上、4 ページ。

(31) 前掲 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010)。

(32) Securities Exchange Commission (2011b), 101 ページ。

ニケーション、顧客紹介、監督、業者登録と免許、営業担当者の継続研修、記録管理等についても精査していくべきである、と提言した。

検査体制に関する報告書では、投資顧問業者の検査精度を上げる3つの方法として、(1)手数料を徴収する、(2)自主規制機関に委ねる、(3)証券業兼投資顧問業者の検査はFINRAに委ねる、が提言された⁽³³⁾。この点に関しては2012年4月25日、投資顧問法を改正し、全米投資顧問業者協会に投資顧問業者の登録と監督を担わせるとする投資顧問業者監督法案(HR 4624)が提出された⁽³⁴⁾。

一方の受託者責任問題についてSECは沈黙を続けており、2012年は規則案が公表されなかった⁽³⁵⁾。規則案の費用対効果の定量化に手間取っているためである⁽³⁶⁾。特に2011年7月にSECが採択した規則がその費用精査の不十分さを指摘されて司法判断により取り消されたことも影響を与えている模様である⁽³⁷⁾。

4. 実務家の反応

FINRA及び米証券業金融市場協会(SIFMA)は現在、証券業者に受託者責任を課すことには概ね賛成の立場を採っている。ただし投資顧問法上の受託者責任は自己勘定等の他の証券業務も制限しかねないこと、規制遵守費用は最小化すべきであることから、新たな法規制の枠組みの構築を支持している。

これに対して投資顧問業者の関係団体は、彼らの法遵守負担が証券業者よりも大きいことは競争上不利であり、証券業者も受託者責任を負うべきであると主張してきた。最近では受託者責任問題にかかる研究・提言を行うために2011年に設立された非営利組織のInstitute of Fiduciary Standardが、2012年9月にSEC委員長シャピロ氏を前にして「受託者責任宣言」を行う等、積極的な活動を行っている⁽³⁸⁾。この宣言は受託者責任規制を要請する内容で、大手投資信託会社バンガードの創始者ボークル氏、受託者法の大家であるボストン大学のフランケル教授の他、元連邦準備制度委員会(FRB)議長ボルカー氏等が名を連ねた。

5. 新適合性原則

こうした動きの中でFINRAは2011年1月、従来の適合性原則を踏襲しつつ、判例等の議論を明文化した新規則を発表し、SECがこれを承認した⁽³⁹⁾。FINRAは同規則の施行日2012年7月9日に向けてその解釈に関する通知を2度行ったが、実務家からは受託者責任議論の影響が指

(33) Securities Exchange Commission (2011a), 38 ページ。

(34) Investment Adviser Oversight Act of 2012 (2012).

(35) Hamilton & Collins (2012).

(36) Mattingly & Hamilton (2012).

(37) Wyatt (2011).

(38) Schoeff (2012).

(39) 前掲 Financial Industry Regulatory Authority (2011b), 4 ページ。

摘されている⁽⁴⁰⁾。

例えば従来の解釈では証券業者の適合性原則は有価証券の売買時の推奨に関わる義務と解釈されてきた。しかし新規則では証券業者の義務は有価証券そのものに留まらない。「有価証券を売却せずに保有すべきである」といった投資戦略や、有価証券以外の取引にも及ぶことが明らかになった。また「顧客」には、当該証券業者に口座を持たない「潜在顧客」も含まれるため、推奨を行ったものの売買に結びつかなかったような場合も対象となり得る。ただし一般的な資産配分ツールを用い、個別銘柄の推奨を伴わないアドバイスは当該規則適用の推奨とは見なされない。

また適合性原則はこれまで推奨の内容が顧客に適してさえいれば十分であると解釈されていた。しかし FINRA は、これは顧客利益の最大化に資する行動を採ることであるという解釈を示し、取引連動手数料が最高であるが故に当該有価証券を奨励することは違反行為であるとした。ただしこれは手数料が最安の有価証券の奨励を証券業者に義務付けている訳ではない。

V. 金融制度改革法後の動き

これまで見たように受託者責任問題は、証券法と投資顧問法の違いから生じる投資家保護の問題と考えられてきた。しかし統一規制の導入可能性が高まったことから、その議論は(1)受託者責任の定義・中身や監督・法執行体制、(2)その経済効果へと議論が発展しつつある。受託者責任規制の導入による投資家保護の強化は理念的には総意を得られていても、執行体制が整っていなければ形骸化しかねないし、規制遵守費用が上昇して価格に転化された場合、顧客の離反も招きかねないからである。

1. 受託者責任のあり方にかかる議論

受託者責任問題の最初の論点は現行規制が不十分かというものである。Hazen (2010, 2011) は現行法規制のもとでも証券業者が受託者責任を負う枠組みは概ね整っていると主張、Fein (2009) や Allen (2010) は現行以上の過度の規制は証券業者の重荷になると主張した。Laby (2010) は証券営業担当者に対する受託者責任は強化されるべきであるが、他の証券業務の足かせとならないよう配慮すべきであると主張している。Frankel (2010) も証券業者は現行法制上、既に受託者責任を負うとの立場を取り、より強力な法執行体制を整えることが重要と主張する。

もっとも証券業者にも受託者責任を課す気運が高まる中、投資顧問法以外にも拠り所を求める議論も高まっている。例えば Isakoff (2012) は代理法上、Di Lorenzo (2012) は信託法上の受託者責任を、Black (2011) は専門職種の行為規範であるプロフェッショナリズムが参考になると主張している。

(40) Jamieson (2012).

なお受託者責任の適用除外とする要件として証券業者にその旨の開示を求めることの是非については、Prentice (2011) が行動心理学の観点から適切ではないと主張している。

2. 経済効果を検証する動き

Cummings & Finke (2010) は専門家によるアドバイスの経済性をエージェンシー理論に基づいて検証し、統一された受託者責任規制の導入は効率的であると結論づけた。

同研究によれば、顧客は(1)投資アドバイスの提供者の方が投資についての見識があると考え、(2)そのことによって受ける便益がその費用を上回ると考える時、投資アドバイスを受ける。しかし豊かな見識があり、顧客の利益を優先するアドバイス提供者であれば顧客の利益の最大化に資するアドバイスを提供するが、アドバイス提供者によっては自己の利益を優先しかねない。従って後者の場合に生じるエージェンシーコストを全く回避することはできないが、適切な監督や契約、行為規制、アドバイス提供者の行動が顧客の利益に合致するように制約を加えるボンディング等によってこれを最小化することは可能である。

証券業者が受託者責任に服することに反対を唱えていることから、現行規制のままの方が彼らの得る経済価値が大きいことが示唆される。証券業者に対する現行規制の利点は法的責任が限定されて訴訟というボンディングコストが低いこと、顧客の利益を最大化しない商品も販売が認められており、その便益を受けられることである。これに対し統一の受託者責任規制を導入すれば投資アドバイスの提供者と顧客間の利益相反の多くを回避でき、顧客の信頼性を高めてエージェンシーコストを下げられる可能性が高い。従って全体として見れば統一の受託者責任規制の導入は効率的であると結論づけた。

また Finke & Langdon (2012) は、米国の州を受託者責任規制の度合いによって3グループに分け、同規制が証券営業活動にどのような影響を与えているのかを検証したところ、以下の点で有為な差は見られなかった。従って新たに統一受託者責任が課されても証券営業担当者の営業行為の足かせとはならず、現行と大きく変わらないであろう、と結論づけた。

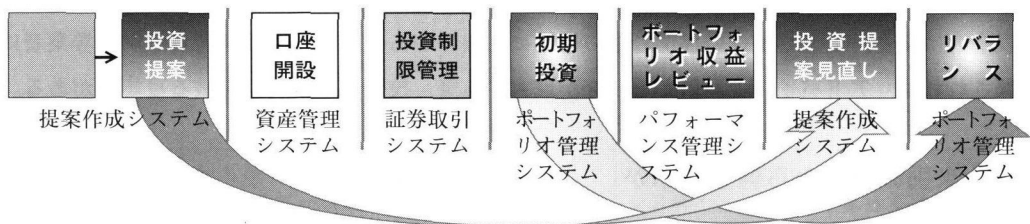
彼らは現状では証券業者に受託者責任を課す連邦法が存在しないものの、州の証券法によってはこれを課していることに着目した。そこで全米を(1)証券業者にも受託者責任を明確に課す受託者責任州、(2)証券業者には受託者責任を明確に課さない非受託者責任州、(3)証券業者には限定的に受託者責任を課す限定受託者責任州に分け、営業担当者に対するサーベイを行った。そして厳しい受託者責任を課すことにより、(1)中流層への金融サービス提供、(2)商品の品揃え、(3)顧客の利益に資する商品推奨、の点で違いが生じるのか、証券営業担当者が法遵守の負担を重く感じているのかを検証した。また厳しい受託者責任規制がアドバイスの供給水準に影響を与えるのかを明らかにするため、州別の人口1,000人当たりの証券営業担当者数も比較した。

3. 法遵守費用を吸収するための提言

大手銀行グループのシティグループは統一受託者責任の導入が日常業務に与える影響は大きい

との報告書を発表した⁽⁴¹⁾。またその負担増を吸収するために金融機関は情報技術プラットフォームを改善し、(1)顧客との面談時から注文処理が終了するまでに必要な情報を統合する仕組み、(2)顧客の多様な資産情報を統合する仕組み、(3)家計名寄せの有無や口座形態に関わらずリバランスを行う仕組み、(4)税負担の最小化を提案する仕組み、を導入する必要があるとしている⁽⁴²⁾。

現状では業務ごとに構築されたシステムにそれぞれの担当者が情報を入力し直す仕組みを基本的に踏襲しており、取引に沿って情報が流れる体系とはなっていないことが多い(図5)。これは一般に取引終了後は注意義務や忠実義務が終了し、継続的な情報モニタリングの必要性は低いとする適合性原則の考え方に立脚したシステム構築を行ってきたためである。



(出所) Clipper & Poor (2012)

図4 証券投資フローと業務システム

また投資アドバイスの提供者は今後受託者責任を全うするために、顧客資産全体を見据えた上でアドバイスを提供していく必要がある。資産や口座の種類、その所在を問わず、競合他社に預けられている資産も含めて把握できることが理想である。リバランスでは資産全体を概観した上でその構成比の微調整を行うためである。またこうしたリバランスは個人や口座単位でなく家計単位で行い、当該家計の税負担を最小化するためにも家計名寄せができることが望ましい。

4. 投資家に対する統一受託者責任の影響調査

なおSIFMAは2010年に投資家による証券業界の利用実態調査を行い、証券業者にも統一受託者責任規制が課された場合、投資家は口座形態と商品の選択肢が狭まり、安価なサービスが受けられなくなる懸念があるとの調査結果を発表した⁽⁴³⁾。

SIFMAによれば現状の投資用の口座数比は証券口座が95%で投資顧問型口座は5%に過ぎない⁽⁴⁴⁾。とりわけ投資家数比で86%を占める預かり資産25万ドル未満の顧客の殆どが証券口座を嗜好しているが、証券業者にも統一受託者責任規制が課された場合はこれらの証券口座が影響を受けることになる⁽⁴⁵⁾。

(41) Clipper & Poor (2012), 3-8 ページ。

(42) Securities Industry and Financial Markets Association (2010), 3 ページ。

(43) 同上, 4 ページ。

(44) 同上, 12 ページ。

(45) 同上, 4 ページ。

また受託者責任規制では一般に自己勘定取引を原則禁止していることから、債券等の売買及び引受業務が制限される可能性がある。株式の多くは取引所を介して取引されるが、債券等は大半が相対取引で金融機関が自己の資本を使い、顧客の取引の相方となることが多いからである。個人投資家資産に占めるこれらの債券の比率は15%であり、債券業務等に制約ができれば個人顧客の債券へのアクセスが制限される可能性もでてくる。

さらに投資顧問型口座の残高手数料は売買委託手数料に比べて預かり資産比で平均23~37ポイント割高である⁽⁴⁶⁾。従って統一受託者責任規制の導入によって証券口座が投資顧問型口座と同質化した場合、手数料の上昇が懸念される（預かり資産20万ドルで年間460ドル上昇）⁽⁴⁷⁾。また受託者責任規制の遵守費用やそのために費やす時間が増えても証券業者にこれらの吸収余力はなく、アドバイスの提供者数の増加にも限界がある。従って受託者責任が証券業者にも課されれば、アドバイスの需給ギャップが拡大する等、投資家が不利益を被る可能性がある。

Ⅶ. 米国の経験から何を学ぶか

米国の受託者責任規制そのものは我が国にとって直接的な参考にはなり難いと考えられる。基本的には專業制を前提とし大型基金の運用を想定した我が国の投資顧問法は米国のそれとは成り立ちが異なっているし⁽⁴⁸⁾、我が国では依然として従来型の金融機関の存在が、個人向けにサービスを提供する投資顧問業者や独立系の証券営業担当者に比べて大きいからである。

むしろ米国の経験から学ぶべきは投資家の裾野拡大に投資アドバイスが果たした役割が大きいことであろう。投資家層の拡大が投資環境に左右されることは間違いないが、アドバイスの受容者はそうでない個人に比べ、理想に近い投資行動を採っていることも無視できない。例えば確定拠出型年金に限ってみれば、アドバイスを受けられる口座とそうでない口座では、投資収益率に平均3.3%の差が生じている⁽⁴⁹⁾。またアドバイスを受けている投資家の保有商品数は8とそうでない投資家の3.7よりも高く、分散投資が浸透している⁽⁵⁰⁾。

また規制論議がきっかけとはいえ、アドバイスという無形のサービスの中身や質について、官民上げて10年以上にわたり調査研究を行った意義は大きいと考えられる。投資家保護の水準は一段と引き上げられようとしているし、実務面ではアドバイスの類型化や多様化が実現する一助となったためである。これにより個人投資家は資産規模や投資性向等も踏まえながらよりライフスタイルに密着した形で投資に関わることができるようになり、金融機関もこうした投資家の期待に応えるべく選択肢を拡大してきた（図6）。その結果、一証券会社、一営業担当者がアドバ

(46) 同上、24ページ。

(47) 同上、4ページ。

(48) 青木（2006）。

(49) 前掲 Securities Industry and Financial Markets Association（2010）、31ページ。

(50) 同上、31ページ。

表3 投資家特性によって異なるアドバイスのニーズ

口座の種類	残高手数料型 (投資顧問型)	残高手数料型(投資顧問型)と売買委託手数料型(証券型)の併用	売買委託手数料型 (アドバイス付き、 証券型)	売買委託手数料型 (アドバイスなし、 証券型)
顧客数比率	4%	7%	88%	
アドバイスのニーズ	資産全体に対するアドバイス、ポートフォリオ運用、ファイナンスプランニング	資産全体に対するアドバイス、ポートフォリオ運用、ファイナンスプランニング、特定商品に対するアドバイス	特定商品に対するアドバイス	不明
サービス水準	最も高い、継続的なアドバイスとモニタリング	最も高い、継続的なアドバイスとモニタリング	必要なタイミングと商品に応じたアドバイス	限定サービス
費用	最も高い、残高の67～117ベースポイント	残高の43～99ベースポイント	残高の38～94ベースポイント	最も低い、取引高によって異なる
顧客像	富裕層	富裕層	富裕層、一般個人	純資産の少ない個人

(出所) Securities Industry and Financial Markets Association (2010)

イス水準の異なるサービスを複数提供することも可能となっている。

さらにより高次元な投資家保護を目指しながらもその実効性も勘案し、経済的効果も議論の遡上に上げたことは評価に値しよう。受託者責任導入による投資家保護が実現しても、それによって規制遵守費用が上昇し、それが価格に転化されれば逆に顧客離れを起こすことも考えられるからである。

我が国も米国をモデルに証券投資の促進策として投資信託改革を行い、確定拠出年金やSMAを導入してきた。ただし現状の市場規模は彼我の差が大きく、2010年の残高比は投資信託は米国の5%、確定拠出型年金は0.4%、SMAは1%に過ぎない⁽⁵¹⁾。次のステップとして投資アドバイスの多様化とその質の評価を行う工夫は早晚、必要となるのではないか。

参考文献

- 青木浩子 (2007) 「リテール規制とくにプロアマ顧客区分の検討」, 証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』, pp.90-119, 日本証券経済研究所
- (2006a) 「米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆 (下)」『証券経済研究』, 第56号, pp.69-109, 日本証券経済研究所
- (2006b) 「米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆 (上)」『証券経済研究』, 第55号, pp.45-61, 日本証券経済研究所

(51) モーニングスター (2011)。

- (2006c) 「投資助言と勧誘の関係 — 投資顧問に該らないブローカー要件を定める 2005 年連邦規則」『千葉大学法学論集』, 第 21 巻第 1 号, pp. 114-88, 千葉大学法学会
- 神田秀樹 (2001) 「いわゆる受託者責任について: 金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』, 第 56 号, pp. 98-110, 財務省財務総合政策研究所
- 金融広報中央委員会 (2011) 「家計の金融行動に関する世論調査 (二人以上世帯調査)」
- 国家戦略室 (2012) 「日本再生戦略」
- 坂下晃 (2011a) 「米国における証券投資勧誘規制の新たな展開 — 登録外務員 (RR) に受託者責任 (fiduciary duty) を適用 —」『龍谷大学経営学論集』, 第 50 巻第 4 号, pp. 1-14, 龍谷大学経営学会
- (2011b) 「米国における「受託者責任 (Fiduciary Duty)」の展開について — SEC の調査報告書を中心に —」『証研レポート』, 1668 号, pp. 12-29, 日本証券経済研究所大阪研究所
- (2011c) 「SEC 調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について」『証研レポート』, 1665 号, pp. 14-38, 日本証券経済研究所大阪研究所
- (2010a) 「SEC, 登録外務員 (RR) に受託者責任 (fiduciary duty) を適用 (2)」『証研レポート』, 1663 号, pp. 18-29, 日本証券経済研究所大阪研究所
- (2010b) 「SEC, 登録外務員 (RR) に受託者責任 (fiduciary duty) を適用」『証研レポート』, 1662 号, pp. 1-18, 日本証券経済研究所大阪研究所
- 日本証券業協会 (2011) 「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」(アクセス日; 2012 年 8 月 27 日)
- 日本銀行資金循環統計 (2012) <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>
- 沼田優子 (2010) 「米国に見る証券営業担当者のアドバイスのあり方に関する議論 — 制度改革議論が進めた証券アドバイスの類型化 —」『資本市場クォーターリー』, 2010 春号, ウェブサイト版, pp. 1-11, 野村資本市場研究所
- (2006) 「米国証券会社の投資アドバイス業務を巡る議論」『資本市場クォーターリー』, Vol. 9, No. 3, pp. 35-46, 野村資本市場研究所
- 沼田優子, 淵田康之 (2005) 「日米ファイナンシャル・プランナーの実態と制度比較」『資本市場クォーターリー』, Vol. 9, No. 2, pp. 101-109, 野村資本市場研究所
- 野村資本市場研究所 (2008) 『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社
- 松岡啓祐 (2006) 「アメリカ法における証券業者の信任義務 (受託者責任) を巡る近時の議論について」『専修ロージャーナル』, 創刊号, pp. 45-68, 専修大学法科大学院
- モーニングスター (2010) 『今後の投資環境におけるモーニングスターの役割』プレゼンテーション資料 http://www.sbigroup.co.jp/investors/disclosure/morningstar/pdf/presen_h22_hrc.pdf (アクセス日; 2012 年 8 月 27 日)
- Allen, Matthew P. (2010). "A Lesson from History: Roosevelt to Obama — The Evolution of Broker-Dealer Regulation; From Self-Regulation, Arbitration, and Suitability to Federal Regulation Litigation, and Fiduciary Duty," *Entrepreneurial Business Law Journal*, Mortis College of Law, The Ohio State University, Vol. 5, No. 1, 2010, pp. 4-96.
- Black, Barbara. (2011). "How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act," *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 13, No. 59, pp. 101-148.
- Clipper, Andrew and Poor, Benjamin. (2012). "Broker-Dealers as Fiduciaries? How the SEC Staff's Study Could Raise the Bar for Investment Advice," *Global Transaction Services*; Citibank. Internet; http://www.citigroup.com/transactionsservices/home/securities_svcs/investors/docs/fiduciary_standard.pdf; Accessed August 27, 2012.
- Cummings, Benjamin and Finke, Michael. (2010). "The Economics of Fiduciary Investment Advice," *Working Paper Series*, Texas Tech University. September 1.

- Di Lorenzo, Nicholas S. (2012). "Defining a New Punctilio of an Honor: The Best Interest Standard for Broker-Dealers," *Boston University Law Review*, Boston University School of Law, Vol. 92, No. 1, pp. 291-327.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).
- Federal Reserve Board, "Flow of Funds," Internet; WWW.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm; Accessed September 28, 2012.
- Fein, Melanie L. (2009). "The Fiduciary Duty of Securities Brokers and Investment Advisers: Sole Interest or Best Interest?" prepared for *Federated Investors, Inc.*, August 28.
- Financial Industry Regulatory Authority. (2012). "Suitability Additional Guidance on FINRA's New Suitability Rule," *Regulatory Notice*, FINRA. 12-25.
- _____. (2011a). "Know Your Customer and Suitability," *Regulatory Notice*, FINRA. 11-25.
- _____. (2011b). "Know Your Customer and Suitability," *Regulatory Notice*, FINRA. 11-02.
- Finke, Michael and Langdon, Thomas. (2012). "The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice," *Working Paper Series, Texas Tech University*. March 9, pp. 1-31.
- Frankel, Tamar. (2010). "The Regulation of Brokers, Dealers, Advisors, and Financial Planners," *Review of Banking & Financial Law*, Boston University School of Law, Boston, Vol. 30, pp. 123-139.
- Hamilton, Jesse and Collins, Margaret. (2012). "Tougher Dodd-Frank Fiduciary Standard for Brokers Stalled," *Bloomberg Businessweek*. Bloomberg. September 10.
- Hazen, Thomas L. (2011). "Stock Broker Fiduciary Duties and the Impact of the Dodd-Frank Act," *North Carolina Banking Institute*, University of North Carolina at Chapel Hill School of Law. Vol. 15, pp. 47-68.
- _____. (2010). "Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules and Fiduciary Duties," *Columbia Business Law Review*, Columbia University School of Law. Vol. 2010, No. 3, pp. 709-762.
- Investment Adviser Oversight Act of 2012, HR. 4624, 112th Cong. (2012)
- Investment Company Institute. (2012). *2012 Investment Company Institute Fact Book*. Investment Company Institute, Washington DC.
- Isakoff, Peter D. (2012). "Agents of Change: The Fiduciary Duties of Forwarding Market Professionals," *Duke Law Journal*, Vol. 61, No. 7, April 17.
- Jamieson, Dan. (2012). "New Finra Suitability Rules Worry Industry," *Investment News*, Crain Communications, July 5.
- Laby, Arthur B. (2010). "Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers," *The Business Lawyer*, Vol. 65, February 2010, pp. 395-440.
- Mattingly, Phil and Hamilton, Jesse. (2012). "Broker Fiduciary Rule Delayed by Cost-Benefit Analysis, SEC Says," *Bloomberg*, January 13.
- Prentice, Robert A. (2011). "Moral Equilibrium: Stock Brokers and the Limits of Disclosure," *Wisconsin Law Review*, University of Wisconsin Law School, No. 6, pp. 1059-1107.
- Schoeff, Mark Jr. (2012). "Bogle Calls on Institutional Money Managers to Heed Fiduciary Duty," *Investment News*, Crain Communications, September 11.
- Securities Exchange Commission. (2011a). "Study on Enhancing Investment Adviser Examinations," *Securities Exchange Commission*, Washington DC.
- _____. (2011b). "Study on Investment Advisers and Broker-Dealers," *Securities Exchange Commission*, Washington DC.

Securities Industry and Financial Markets Association. (2010). "Standard of Care Harmonization — Impact Assessment for SEC," October.

Wyatt, Edward. (2011). "Appeals Court Rejects S. E. C. Rule on Access to Proxy," *The New York Times*, July 22.